

EVA の会計学的考察

上 野 清 貴

Abstract

EVA (economic value added) is a residual income measure that subtracts the capital charge from the net operating profit after tax (NOPAT). The most important advantage of EVA is that it is the only performance measure to tie directly to the intrinsic market value of a company. EVA is the one measure that properly accounts for all the complex trade-offs involved in creating value. The characteristics of EVA accounting are that it is a historical cost accounting with earning power, its income concept is a realized income with earning power but a future oriented income, and it belongs to the enterprise theory in the entity theory. The problems of EVA accounting are that the traditional depreciation method may be used and it has a short-term characteristic. The solution of the problems are that we should use the sinking fund method and use a change or improvement of EVA as the performance valuation indicator.

Keywords: EVA, ROIC, NOPAT, WACC, capital charge

I ま え が き

EVA は Economic Value Added の頭文字を取ったものであり、「経済付加価値」と呼ばれる。これは米国のコンサルタント会社であるスターン・ステュワート社が開発し、普及させた概念である。この概念はいたって単純であ

り、後述するように、EVAは税引後営業利益から投下資本にかかる資本費用を控除して算定される。

EVAの基本的思考は株主を重視した経営を行うことであり、その基本的目的は株主価値を創造することである。そして、その背後には、株主価値を創造することによって、すべての利害関係者のニーズを満たし、企業価値を創造するという考えが存在する。企業の利害関係者には、従業員、顧客、供給者、債権者、政府、株主等があるが、これらのうち株主の請求権は1番最後であり、この株主の価値を最大にすることによって、経営者はすべての利害関係者の価値を最大にすることができるからである。

この事情を、EVAの提唱者であるステュワートは次のように述べている。「最後の株主の価値を増大させるためには、企業はその過程で他の利害関係者にも価値を提供しなければならない。言い換えると、長期的に株主に利益を与えるためには、企業は従業員に競争力のある賃金で継続的な仕事を提供し、顧客に対して競争力のある価格で価値のある製品を提供し、供給者と原材料の契約をし、債権者からローンを借り入れ、返済し、政府に税金を支払い、株主に競争的なリターンを提供しなければならない。」[Stewart, 1991, 訳書5頁]そして、これらを遂行し、株主価値創造および企業価値創造を測定する唯一の尺度がEVAなのである。

EVAは様々な利点を有しているが、その最も大きな利点は、それが株主価値創造および企業価値創造を測定することによって株式市場と直接連動する業績尺度であるということである。これについても、ステュワートは次のように表現し、EVAを推奨している。「EVAの最も重要な利点は、唯一、企業の本質市場価値に結びついた業績尺度であるということである。EVAは株式市場価値にプレミアムを与える燃料になる。したがって、EVAを目標設定、資本予算決定、業績認識、インセンティブ報酬、『リーダー牛』投資家とのコミュニケーションの尺度として推奨する。言い換えると、EVAを新しく完全な統合的財務マネジメント・システムの実行に利用するよう

に主張したい¹⁾。』[Stewart, 1991, p. 119, 131-132頁]

EVAはこのように経営的側面から考察され、企業価値創造とインセンティブ報酬システムについて論じられるのが一般的であるが、本稿はこのEVAを会計学的側面から考察することとする。EVAは会計学的にいくつかの興味ある問題を内在しているからである。本稿では以下のことを論述する。まず、EVAの概要を明らかにし、とりわけ、EVAの構成要素である税引後営業利益、投下資本および資本コストを説明する。次に、かかる概要をもつEVAの会計的特質をいくつかの視点から解明し、最後に、EVAの構造的問題点とその解決策を提示したい。

II EVAの概要

1 EVAの意味

既述のように、EVA（経済付加価値）は株主を重視することによる株主価値創造および企業価値創造の尺度である。株主が企業に投資するのは、企業が彼らの期待する収益率を上回る利益を稼得することを予測するからである。株主的観点からすれば、彼らの期待収益率を超える利益のみが真の利益であり、それを下回る利益は利益ではないということになる。この株主の期待収益率は「株主資本コスト（率）」と呼ばれる。

しかし、投下資本に対する資本コストという観点からすると、株主資本コストのみが資本コストではない。債権者も企業に投資するからである。そして、債権者が企業に投資するのは、やはり、企業が彼らの期待する利子率を上回る利益を稼得することを予測するからである。この債権者の投資は企業の側から見れば負債になるので、この利子率は「負債コスト（率）」と呼ばれる。

後で詳細に述べるように、企業全体の資本コスト（cost of capital）はこれらの株主資本コストと負債コストを加重平均したものであり、これは企業のコストとしての性格を有することになる。それは株主や債権者の投資家

が相対的なリスクをもつ株式や債券のポートフォリオに資金を投入することで期待できる収益率であり、企業が投下されたすべての資本に対して最低限稼得しなければならない収益率である。

これに対して、企業が実際に稼得した収益率は投下資本利益率（ROIC, return on invested capital）と呼ばれ、これは税引後営業利益（NOPAT, net operating profit after tax）を投下資本で除すことによって求められる。したがって、EVAはこの投下資本利益率から資本コストを控除した額に投下資本を乗じることによって算定されることになる。いま、ステュワートにならって、投下資本利益率を r とし、資本コストを c^* とするならば、EVAは次式のようなになる[Stewart, 1991, p.136, 147頁]²⁾。

$$EVA = (r - c^*) \times \text{投下資本} \quad (1)$$

しかし、EVAを会計学的に考察するために、この式をさらに次のように変形する必要がある。

$$EVA = r \times \text{投下資本} - c^* \times \text{投下資本}$$

ここで、 $r \times \text{投下資本}$ はNOPAT（税引後営業利益）であり、 $c^* \times \text{投下資本}$ は資本費用（capital charge）であるので、(1)式は結局次のようになる。

$$EVA = \text{NOPAT} - \text{資本費用} \quad (2)$$

すなわち、EVAは税引後営業利益から資本費用を控除したものである。換言すれば、EVAは、企業が事業を行うために調達した資本を営業活動を通じて運用し、その結果として得られた税引後営業利益が資本の調達コストである資本費用をどの程度上回っているかを算定するものである。これによって得られるEVA値がプラスならば、企業は事業活動によって企業価値を創造したことになり、逆にEVA値がマイナスならば、企業価値を破壊したことになるのである。

2 NOPATと投下資本

上述したように、EVAはNOPATと資本費用の差額として算定され、

NOPAT は税引後営業利益であり、資本費用は資本コストに投下資本を乗じたものである。これだけ見ると、EVA 会計は簡単のように見えるが、現実には必ずしもそうではない。というのは、NOPAT および投下資本は現行の会計システムのそれではなく、現行の発生主義会計に現金主義会計の考えを加味したものとなっているからである。さらにいうならば、現金主義会計の思考が強いからである。

そして、その原因を考えてみると、これも EVA の株主価値重視思考に起因していることが明らかとなる。既述のように、EVA は株主価値の創造を基本目的として、資本費用を超える利益が真の利益であると考え、この思考をさらに推し進めると現金主義会計に行きつくことになる。株主の観点からすると、現行の発生主義会計に基づいて、企業が資本費用を超えて利益を稼得したと思われる場合でも、現実にキャッシュで回収が行われていないような未収利益は、真の利益とみなすことはできないからである。

しかし、現金主義会計にも問題がある。例えば固定資産の場合、その経済的効果はその耐用年数を通じて実現するものであり、その支出時に実現するものではないからである。また、研究開発費（R&D）の場合、現行の会計制度ではその支出時に費用計上されるが、その経済的効果は将来に実現するものであり、その支出時に実現するものではない。そこで、EVA 会計では、これらの項目は発生主義で処理することになる。

このように、EVA 会計ではすべての項目に現金主義を適用するのではなく、現金主義をベースとしながら、発生主義を適宜適用して、NOPAT および投下資本を算定することになる。具体的には、通常が発生主義会計に基づく財務諸表（損益計算書および貸借対照表）を必要な部分に関して現金主義会計に修正していく方法をとる。

その場合、NOPAT および投下資本を算定するために通常の財務諸表を修正する方法として、2つのものがある。それは、財務アプローチと事業アプローチである。

財務アプローチは、貸借対照表の貸方に焦点を当てて、投下資本を有利子負債と普通株主持分の合計と定義し、それに対して調整を行うという考え方を採用している。NOPAT は普通株主持分に帰属する普通株主利益額に税引後有利子負債利息を加えたものとして定義して、投下資本の修正の考え方にしたがって修正を加えるという方法をとる。

事業アプローチは、貸借対照表の借方に着目し、投下資本とは総資産額そのものであるとまず定義する。その上で、EVA 上の投下資本と考えられる項目の追加と投下資本とは考えられない項目の削除を行う。NOPAT については、税引前営業利益（NOPBT, net operating profit before tax）から始めて所定の修正を行い、修正後の NOPBT を求める。そして、この NOPBT から NOPBT にかかるキャッシュ・ベースの税金額を控除して NOPAT を算定する。

財務アプローチおよび事業アプローチに基づいて算定される NOPAT および投下資本はそれぞれ当然一致することになる。これらを具体的に計算する方法を説明するのにいくつかの形式が考えられるが、表形式が最も理解しやすいと思われる。そこでいま、これらをマーティン＝ペティを参考にして表形式で示すと、表 1 および表 2 のようになる[Martin and Petty, 2000, pp. 92, 93]³⁾。

表1 NOPAT の計算

財務アプローチ	事業アプローチ
普通株主利益	税引前営業利益（NOPBT）
+ 税引後支払利息	+ オフバランス・リースに含まれる利息
+ オフバランス・リースの税引後利息	- キャッシュ・ベース税額
- その他受動的投資の税引後利益及び利息	納税引当金
+ 優先株式配当金	- 繰延税準備金の増加額
+ 少数株主利益	+ 特別損失（利益）に対する税額
	+ 支払利息に対する税額

+ 株主資本等価項目の変動 繰延税準備金の増加額 LIFO 引当金の増加額 営業権償却 貸倒引当金の増加額 R&D, 製品開発等の費用計上した 無形資産（純）累計額の増加額 税引後特別損失（利益） 棚卸資産の陳腐化, 製品保証, 繰延 利益等に対するその他引当金の増加 額 = NOPAT	+ オフバランス・リースに含まれる 利息に対する税額 - その他受動的投資利益及び利息に 対する税額 + 株主資本等価項目の変動 LIFO引当金の増加額 貸倒引当金の増加額 営業権償却 R&D, 製品開発等の費用計上した 無形資産（純）累計額の増加額 棚卸資産の陳腐化, 製品保証, 繰延 利益等に対するその他引当金の増加 額 = NOPAT
---	--

表 2 投下資本の計算

財務アプローチ	事業アプローチ
普通株主持分 + 有利子負債 + オフバランス・リースの現在価値 + オンバランス・リース - 市場性ある有価証券 - 建設仮勘定 + 優先株式資本金 + 少数株主持分 + 株主資本等価項目 繰延税準備金 LIFO 引当金 貸倒引当金 営業権償却累計額	総資産 - 市場性ある有価証券 - 建設仮勘定 - 無利子流動負債 + オフバランス・リースの現在価値 + 株主資本等価項目 LIFO 引当金 貸倒引当金 営業権償却累計額 オフバランス営業権

オフバランス営業権 R&D, 製品開発等の費用計上した 無形資産(純)累計額 税引後特別損失(利益)累計額 棚卸資産の陳腐化, 製品保証, 繰延 利益等に対するその他引当金 = 投下資本	R&D, 製品開発等の費用計上した 無形資産(純)累計額 税引後特別損失(利益)累計額 棚卸資産の陳腐化, 製品保証, 繰延 利益等に対するその他引当金 = 投下資本
---	--

3 資本コスト

それでは次に, EVA においても 1 つの重要な構成要素である資本コストについて述べることにしよう。上述したように, 資本コストは資本に価値を付加するために企業が最低限稼得しなければならない収益率である。それは, 投資家が同等のリスクをもつ企業の株式や債券に投資して稼得が期待できる全体の収益率に等しい機会費用である。この資本コストは負債コストと株主資本コストとに分けられる。

負債コストは, 負債の利息および元本の返済に対する信用リスクに見合う収益率である。これは具体的には負債の利子率を税引後で示したものであるが, その利子率として, 現在の負債の利率ではなく, 企業が新規に負債を借り入れようとするときに支払わなければならない利率が採用される。いま, スチュワートにならって, 税引前の負債の利子率を b とし, 実効税率を t とするならば, 負債コストは $(1 - t)b$ となる。すなわち, 負債コストには税効果が働くことになる。

株主資本コストは, 株主が個々の企業の株式を所有することによる期待収益率であり, その計算には資本資産評価モデル (CAPM, capital asset pricing model) を用いることが多い。そこでは, それは国債等の無リスクの収益率に当該企業の株式リスク・プレミアムを加えたものとなる。いま, 無リスクの収益率を r_f , 株式市場全体のリスク (株式市場全体の期待収益率) を r_m , 株式市場全体に対する個別株式のリスク (市場全体に対する個別企

業の株価のボラティリティ) を β とするならば、株主資本コスト (y) は次のように表される。

$$y = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (3)$$

ここで、 $(r_m - r_f)$ は株式市場のリスク・プレミアムであり、これを r_p で表すと、株主資本コストは次のようになる⁴⁾。

$$y = r_f + \beta r_p \quad (4)$$

そして、企業全体の資本コストはこれらの負債コストと株主資本コストを、投下総資本に対する負債と株主資本との比で加重平均したものとなる。したがって、これは加重平均資本コスト (WACC, weighted average cost of capital) と呼ばれる。いま、ステュワートにならって、総資本を TC 、負債を D 、株主資本を E とするならば、WACCの加重平均資本コスト (c^*) は次のようになる [Stewart, 1991, p.276, 272頁]⁵⁾。

$$c^* = (1-t)b \times D/TC + y \times E/TC \quad (5)$$

Ⅲ EVA の会計的特質

これによって、EVA の概要が明らかになったので、本節ではこれを受けて、いよいよ EVA の会計的特質をいくつかの視点から明らかにしていきたい。その視点とは、会計システム論、利益概念論および会計主体論の視点である。それではまず、EVA の会計システムから考察することとする。

1 成果取得原価会計

筆者の考えでは、会計システムはすべて測定要素である測定単位と評価基準から構成され、利益が決定される。測定単位とは、資産を測定するための基準単位であり、それは1円または1ドルのような貨幣単位で表される。資産はこの貨幣単位の量とその資産の関係づけによって測定されることになる。この測定単位には4種類があり、それらは(1)名目貨幣単位、(2)一般購買力単位、(3)個別購買力単位および(4)貨幣収益力単位である。

名目貨幣単位は、一般物価の変動、個別物価の変動、ないしは貨幣収益力の変化を考慮しない測定単位であり、その時々基準単位を修正しないものである。一般購買力単位は、一般物価の変動を考慮した測定単位であり、一般物価指数の変動に応じて基準単位を修正していくものである。個別購買力単位は、個別物価の変動を考慮した測定単位であり、個別物価指数の変動に合わせて基準単位を修正していくものである。貨幣収益力単位は、企業の収益力ないし貨幣収益力を考慮した測定単位であり、貨幣収益力の変化に応じて基準単位を修正していくものである。

この測定単位は、基準単位をそれぞれ修正していくことによって、各会計システムにおいて維持すべき資本を規定し、資本維持の機能を果たすことになる。すなわち、名目貨幣単位は名目資本維持、一般購買力単位は実質資本維持、個別購買力単位は実体資本維持、そして貨幣収益力単位は成果資本維持の機能をそれぞれ果たすことになる。

他方、評価基準とは、測定単位によって関係づけられる資産の基準となる測定値のことであり、測定単位たる基準単位を1とした場合の貨幣単位量のことである。この評価基準には、その資産を取引する仮定によって4つの種類があり、それらは(1)取得原価、(2)購入時価、(3)売却時価および(4)現在価値である。

取得原価は、ある資産を購入するために、過去に支払われた貨幣単位量である。購入時価は、ある資産をいま購入するとするならば、支払わなければならない貨幣単位量である。売却時価は、ある資産をいま売却するとするならば、受取るであろう貨幣単位量である。現在価値は、ある資産を将来売却するとすると、受取るであろう貨幣単位量をある割引率で現在に割り引いたものである。

各会計システムはこれらの測定単位と評価基準を組み合わせることによって導出されることになる。いま、これを1表にまとめ、各会計システムに名称を付すと、表3のようになる。

表 3 会計システムの諸類型

評価基準 測定単位	取得原価	購入時価	売却時価	現在価値
名 目 貨 幣 単 位	(1) 取得原価 会 計	(2) 購入時価 会 計	(3) 売却時価 会 計	(4) 現在価値 会 計
一 般 購 買 力 単 位	(5) 実質取得 原価会計	(6) 実質購入 時価会計	(7) 実質売却 時価会計	(8) 実質現在 価値会計
個 別 購 買 力 単 位	(9) 実体取得 原価会計	(10) 実体購入 時価会計	(11) 実体売却 時価会計	(12) 実体現在 価値会計
貨 幣 収 益 力 単 位	(13) 成果取得 原価会計	(14) 成果購入 時価会計	(15) 成果売却 時価会計	(16) 成果現在 価値会計

そして、これらの各会計システムにおいて算定される利益に名称を付すと、表 4 のようになる。

表 4 利益の諸類型

評価基準 測定単位	取得原価	購入時価	売却時価	現在価値
名 目 貨 幣 単 位	(1) 実 現 利 益	(2) 経 営 利 益	(3) 実 現 可能利益	(4) 経 済 的 利 益
一 般 購 買 力 単 位	(5) 実 質 実現利益	(6) 実 質 経営利益	(7) 実質実現 可能利益	(8) 実質経済 的 利 益
個 別 購 買 力 単 位	(9) 実 体 実現利益	(10) 実 体 経営利益	(11) 実体実現 可能利益	(12) 実体経済 的 利 益
貨 幣 収 益 力 単 位	(13) 成 果 実現利益	(14) 成 果 経営利益	(15) 成果実現 可能利益	(16) 成果経済 的 利 益

これらのことを前提として EVA を考察すると、EVA 会計における評価基準は取得原価であり、測定単位は貨幣収益力単位であることが分かる。まず、評価基準に関してであるが、EVA の算定に際して投下資本を計算する場合、ほとんどの論者が主張するのは時価ではなく簿価であり、これは評価基準としての取得原価にはかならない。したがって、EVA 会計における評

価基準が取得原価であることには、異論はないと思われる。

問題は EVA 会計における測定単位であるが、これを考察するためには EVA の原点にまで戻る必要がある。既述のように、EVA は税引後営業利益 (NOPAT) から資本費用を控除して算定され、この資本費用は投下資本に資本コストを乗じて計算される。そして、この資本コストは資本に価値を付加するために企業が最低限稼得しなければならない収益率であり、企業の収益力ないし貨幣収益力を考慮したものにはほかならない。この企業収益力を考慮した測定単位がまさに貨幣収益力単位であり、資本コストは実は貨幣収益力単位であったのである。そして、測定単位として貨幣収益力単位を採用し、評価基準として取得原価を用いる会計が成果取得原価会計であるので、EVA 会計の原型は成果取得原価会計であり、そこで算定される利益は成果実現利益であるということができるのである。

さらに、これが顕著に表れるのが、EVA 会計において NOPAT から控除される資本費用である。この資本費用は貨幣収益力単位で測定され、NOPAT から控除されるということは、この分だけ企業内に留保されるということであり、成果資本維持機能を果たしているということにはほかならない。これによっても、EVA 会計の原型は成果取得原価会計であるということができるのである⁶⁾。

2 将来成果指向的利益概念

このように、EVA 会計の原型は成果取得原価会計であり、そこで算定される利益は成果実現利益であるということができるが、ここで改めて、EVA 会計における利益概念について考えてみよう。

Ⅱ節で述べたように、EVA は現金主義会計の思考が強い。その理由は、EVA が株主価値の創造を基本目的としており、株主の観点からすると、現行の発生主義会計に基づいて、企業が資本費用を超えて利益を稼得したと思われる場合でも、現実にはキャッシュで回収が行われていないような未収利益

は、真の利益とみなすことはできないためである。

しかしながら、上で見たように、EVA 会計ではすべての項目に現金主義を適用するのではなく、現金主義をベースとしながら発生主義を適宜適用して、NOPAT および資本費用を算定することになる。具体的には、通常の発生主義会計に基づく損益計算書および貸借対照表を適宜現金主義会計に修正していく方法をとる。したがって、これによって算定される EVA は発生主義会計と現金主義会計が混合した混合的利益概念であるということができる⁷⁾。

それでは、EVA 会計の基本思想が現金主義であるにもかかわらず、なぜ発生主義が部分的に残るのであろうか。それを解く鍵が、EVA 会計において残っている発生主義の各項目に関する理由づけにあるように思われる。

EVA 会計における発生主義の典型は、有形固定資産の減価償却費、研究開発費 (R&D)、営業権償却およびオフバランス・リース費用である。まず、有形固定資産に対して減価償却が行われるのは、その経済的效果が耐用年数に応じて実現し、また価値の減耗が実際に生じると考えるためである。これは企業の研究開発についても同じであり、将来収益を稼得するための新技術や新製品の開発への投資は、支出時ではなく、将来に経済的效果が発揮されるものであり、その発揮時に費用計上すべきであるとする考え方である。

営業権は被合併会社および被買収会社の将来の収益力であり、それを一定期間内に費用計上すると、合併という投資の経済的效果が EVA に反映されない。そこで、EVA 会計では、営業権の画一的な償却は行わず、価値がない営業権については相当の償却を行うが、価値が認められる場合には償却は行われず、資産計上することが妥当であるとするのである。また、オフバランス・リースに関しては、リース資産を使用し、その経済的效果として収益を得ており、将来においても経済的效果を得るという事実を考慮すれば、一方ではリース資産を資産計上し、他方でこのリース資産に対して発生する費用を計上するのが適切であるとする考え方である。

このように見てくると、EVA 会計において発生主義が採用されるのは、企業の投資行動に対する経済的効果が将来発揮される場合であることが明らかとなる。すなわち、EVA 会計では、企業の投資対象が有形であるか無形であるかに関わりなく、その経済的効果が将来実現すると認識される場合に、その投資を資産計上し、経済効果の実現時にそれに対する費用を認識し、計上するのである。

この考えはさらに、EVA 会計において現金主義を採用する場合にも妥当する。EVA において、現金主義会計が採用される典型は、各種引当金の非計上と税額計算の場合であるが、これらに発生主義会計を適用するとしても、その原因が、経済的効果が将来発揮される企業の投資行動にはないので、これらに対しては現金主義を適用し、支出時に費用計上することになるのである。

EVA 会計の原型は成果取得原価会計であり、その利益概念は成果実現利益概念であるが、その背後には、企業投資に対して将来の経済的効果を会計的に正しく認識するという考えが潜んでおり、EVA 会計では、この考えに基づいて発生主義会計と現金主義会計を統合しているのである。そして、そこにおける利益概念は将来の成果を指向した利益概念であり、そのうち当期の実現したものとして認識されるのが成果実現利益であり、株主価値創造および企業価値創造の尺度となるのである。この意味で、EVA 会計における利益概念は将来成果指向的利益概念であるといえることができる。

3 企業体理論

それでは最後に、EVA の会計的特質を会計主体論の視点から考察してみよう。周知のように、会計主体論とは、会計の主体は誰かを論じる理論であり、誰のために会計を行うかということに関する理論である。これまで、会計主体論において会計主体は大きく 3 つに分類され、それらは資本主理論、企業主体理論および企業体理論と呼ばれる。

資本主理論とは、会計の主体を資本主（株式会社の場合には株主）に求め、資本主のために資本主の見地から、すべての会計的判断を行おうとする立場をいう。企業主体理論は、企業実体理論とも呼ばれ、会計の主体を企業それ自体としてのエンティティ（entity）に求め、このエンティティの見地から、すべての会計的判断を行おうとする立場をいう。企業体理論は、企業主体理論の発展形態であり、エンティティを社会制度としての企業体と理解する立場である。企業体理論においては、会計的判断の主体として企業体を認め、これが利害関係者集団の意思決定の中心となる。企業体は、利害関係者集団から委託されて、経営目的を達成するという社会的責任を負う。

ここでの問題は、EVA 会計がこれらの会計主体論のうちどれに属するかということである。これに関して、EVA の基本的思考は株主を重視した経営を行うことであり、その基本的目的は株主価値を創造することにあるので、EVA 会計は資本主理論に属すると一見考えられがちであるが、決してそうではない。EVA が株主価値創造を目的とすることの背後には、そうすることによって、すべての利害関係者のニーズを満たし、企業価値を創造するという考えが存在するからである。

既述のように、企業の利害関係者には、従業員、顧客、供給者、債権者、政府、株主等があるが、これらのうち株主の請求権は1番最後であり、この株主の価値を最大にすることによって、経営者はすべての利害関係者の価値を最大にすることができる。EVA はこの考えに則って、企業価値創造を目的としているのである。

このように見ると、EVA は企業を利害関係者の集合とみなしており、社会的制度とみなしていることは明らかである。そして、そこでは企業の利害関係者の価値を最大にすることによって、社会的責任を果たそうとしているのである。これはまさに企業体理論の考え方にほかならない。したがって、EVA 会計は、会計主体論としての企業体理論に属するということができるのである。

Ⅳ EVAの問題点と解決策

本稿のはじめに述べたように、EVAは様々な利点を有している。そして、その最たるものは、EVAが株主価値創造および企業価値創造の尺度となるということである。この指標を測定するために、EVAは発生主義会計の欠点を是正し、将来の経済的効果を会計的に正しく認識しようとしているのである。

しかしながら、様々な利点をもつEVA会計も現在のところ完全無欠ではなく、いくつかの構造的な欠点を有していることも見逃してはならない。そこで最後に、EVA会計の構造的な問題点を指摘し、EVA会計を改良していくために、さらにその解決策を考えていきたい。

EVA会計の重大な構造的な問題点は2つある。1つは、既述のように、EVA会計は発生主義と現金主義の混合的会計であり、発生主義会計の中に伝統的な減価償却方法が適用されうることである。そして他は、EVA会計の基本は期間損益計算であり、それが短期的性格を有しているということである。

1 伝統的な減価償却方法

まず、EVA会計における伝統的な減価償却方法の適用問題を明らかにするために、マーティン＝ペティが示した次のような具体的な数値例を紹介しよう[Martin and Petty, 2000, pp. 136, 139]。ある企業が18,000ドルの投資を行い、その投資は、建物および構築物に16,000ドルを支払い、さらに運転資本に2,000ドル支払った。建物および構築物は定額法で7年にわたって減価償却され、残存価額はゼロである。運転資本に投下した2,000ドルはそのプロジェクトの最終期である7年度末に回収される。その投資は毎年1,200.78ドルの税引後営業利益(NOPAT)を生み出すと期待される。NOPATに定額法の減価償却費を加えると、毎年3,486.49ドルのフリー・キャッシュ・

フロー（FCF）の推定値が得られる⁸⁾。投資の資本コストは10％である。

これらの前提に基づいて EVA を計算すると、表5のようになる⁹⁾。

表5 伝統的な減価償却方法を用いた EVA の計算

	0	1	2	3	4	5	6	7
NOPAT		1,200.78	1,200.78	1,200.78	1,200.78	1,200.78	1,200.78	1,200.78
減価償却費		2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71
建物及び設備	(16,000)							
運転資本	(2,000)							2,000.00
投下資本	(18,000)							
FCF	(18,000)	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	5,486.49
資本の帳簿価額	18,000	15,714.29	13,428.57	11,142.86	8,857.14	6,571.43	4,285.71	2,000.00
資本費用		1,800.00	1,571.43	1,342.86	1,114.29	885.71	657.14	428.57
ROIC		6.67%	7.64%	8.94%	10.78% ¹	13.56%	18.27%	28.02%
EVA		(599.22)	(370.65)	(142.08)	86.49	315.07	543.64	772.21
EVAの現在価値	0	(544.75)	(306.32)	(106.75)	59.07	195.63	306.87	396.26
NPV	0							

この表を時系列的に見ると、EVA における問題点が明らかとなる。この表では、EVA は1年度においてマイナス599.22ドルで始まり、それから毎年増加し、7年度にプラス772.21ドルに達している。各年度の EVA は異なった情報を提供することになる。1年度から3年度までは、このプロジェクトは企業価値を破壊しているということになるが、4年度から7年度では、それは企業価値を創造しているということになる。

しかし、EVA の現在価値合計と NPV はともにゼロであり、このプロジェクトは企業価値を創造も破壊もしていないのである。すなわち、これは1つの同じプロジェクトであり、その全期間にわたってすべての EVA を考察しなければ、そのプロジェクトに価値があるかどうかを知ることができないのである。

これは EVA の第2の問題点であるので、後で改めて詳細に述べるとして、ここでの問題点は、伝統的な減価償却方法（定額法）を用いることによって、各年度の投下資本利益率（ROIC）が変動しているということである。そし

て、その原因は、投下資本として伝統的な減価償却に基づいて減価した帳簿価額を用いているということにある。このために、各年度の ROIC は上昇するのである。EVA の現在価値合計と NPV が等しいので、結果として、EVA は全体としてこのプロジェクトの NPV を評価するための適切な基準を提供するけれども、期間ごとの測定は伝統的な減価償却方法を使用することによって歪められるのである。

この問題点に対する解決策は、マーティン＝ペティによれば、EVA 会計に伝統的な減価償却方法を用いる代わりに、現在価値減価償却（経済的減価償却）を適用することである[Martin and Petty, 2000, pp.140-143]。この現在価値減価償却は、プロジェクトにおける将来キャッシュ・フローの現在価値の期間変化として定義され、そこではプロジェクトのキャッシュ・フローは内部収益率（IRR）を用いて割り引かれる。この数値例において、 t 年度の現在価値減価償却は次のように表すことができる。

$$\text{現在価値減価償却} = \sum_{T=t+2}^7 \frac{FCF_T}{(1+IRR)^{T-1}} - \sum_{T=t+1}^7 \frac{FCF_T}{(1+IRR)^T} \quad (6)$$

いま、上記の数値例に基づいて各年度の現在価値減価償却を計算すると、表 6 のようになる。

表 6 経済的減価償却の計算

現在価値 減価償却	年 度	FCFの 現在価値	フリー・キャッシュ・フロー						
			1	2	3	4	5	6	7
	0	18,000.00	←3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	5,486.49
1,686.49	1	16,313.51	←	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	5,486.49
1,855.14	2	14,458.38	←		3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	5,486.49
2,040.65	3	12,417.72	←			3,486.49	3,486.49	3,486.49	5,486.49
2,244.72	4	10,173.01	←				3,486.49	3,486.49	5,486.49
2,469.19	5	7,703.82	←					3,486.49	5,486.49
2,716.11	6	4,987.72	←						5,486.49
2,987.72	7	2,000.00	←運転資本						
16,000.00		減価償却	合計						

この表は次のことを表している。0年度において、プロジェクトのフリー・キャッシュ・フローの現在価値は18,000ドルであり、それは1年度末までに16,313.51ドルに減少する。それゆえ、1年度の現在価値減価償却はこれら2つの現在価値の差額であり、1,686.49ドルである。2年度以降の現在価値減価償却も同様にして算定される。

そして、これを用いて上記の数値例でEVA計算を行うと、表7のようになる。

表7 現在価値減価償却を用いたEVAの計算

	0	1	2	3	4	5	6	7
資本の帳簿価額	18,000	16,313.51	14,458.38	12,417.72	10,173.01	7,703.82	4,987.72	2,000.00
営業CF		3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49	3,486.49
現在価値償却費		1,686.49	1,855.14	2,040.65	2,244.72	2,469.19	2,716.11	2,987.72
NOPAT		1,800.00	1,631.35	1,445.84	1,241.77	1,017.30	770.38	498.77
資本費用		(1,800.00)	(1,631.35)	(1,445.84)	(1,241.77)	(1,017.30)	(770.38)	(498.77)
ROIC		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EVA		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NPV	0							

この表では、EVAはすべてゼロであり、これは、そのプロジェクトのNPVがゼロであるという事実と一致する。さらに、EVAの現在価値の合計も当然ゼロであり、ここでもNPVがゼロであるというこのプロジェクトの事実と一致する。これは、現在価値減価償却を採用することによって、各年度のEVAが適切に算定され、経済事象を適切に表していることを意味する。したがって、EVA会計を改善するために、伝統的な減価償却に代えて、現在価値減価償却を適用すべきであるということになる。

しかしながら、ここで用いられている数値例は営業キャッシュ・フローが毎年一定であるという仮定に基づくものであり、営業キャッシュ・フローが変動するという現実的な場合には、結論が変わる可能性がある。これに関しては後で詳しく述べることにする。

2 期間損益計算の短期性

それでは次に、EVA 会計の基本は期間損益計算であり、短期的性格を有しているという問題点について論じることにしてしよう。この場合も、マーティン＝ペティが示した数値例を参考として用いることにする[Martin and Petty, 2000, pp. 164-169]。

その数値例は上記のものと基本的に同じであり、異なる点は減価償却を定額法で行うことと、NOPAT が年度ごとに変動すること、そして経営者の報酬（インセンティブ報酬）が新しい要素として加わることのみである。その場合、経営者の報酬は EVA に基づき、その 1 % と仮定される。

これらのことを前提として、まず、NPV がプラスとなる場合の EVA および役員報酬の計算を表 8 として示すことにする。

表 8 NPV がプラスの場合の EVA および役員報酬の計算

	0	1	2	3	4	5	6	7
NOPAT		1,140.00	1,140.00	1,140.00	1,320.00	1,320.00	1,320.00	1,320.00
減価償却費		2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71
建物及び設備	(16,000)							
運転資本	(2,000)							2,000.00
投下資本	(18,000)							
FCF	(18,000)	3,425.71	3,425.71	3,425.71	3,605.71	3,605.71	3,605.71	5,605.71
FCF の現在価値	(18,000)	3,114.28	2,831.17	2,573.79	2,462.75	2,238.86	2,035.33	2,876.62
NPV	132.80							
帳簿資本	18,000	15,714.29	13,428.57	11,142.86	8,857.14	6,571.43	4,285.71	2,000.00
資本費用		1,800.00	1,571.43	1,342.86	1,114.29	885.71	657.14	428.57
ROIC		6.33%	7.25%	8.49%	11.85%	14.90%	20.09%	30.80%
EVA		(660.00)	(431.43)	(202.86)	205.71	434.29	662.86	891.43
報酬(EVAの1%)		(6.60)	(4.31)	(2.03)	2.06	4.34	6.63	8.91
報酬の現在価値		(6.00)	(3.57)	(1.52)	1.41	2.69	3.74	4.58
報酬の累積 PV		(6.00)	(9.57)	(11.09)	(9.68)	(6.99)	(3.25)	1.33

この表は次のことを表している。そのプロジェクトは132.80ドルのプラスの正味現在価値を有しているので、株主価値を創造することが期待される。しかしながら、そのプロジェクトの EVA は 1 年度から 3 年度までマイナス

である。その結果、そのプロジェクトは経営者の報酬に対してマイナスに作用する。

このようなプロジェクトを検討しているが、3、4年しか企業にとどまらない経営者の財務的インセンティブを考えてみよう。たとえそのプロジェクトがプラスの正味現在価値を有しているとしても、この経営者はそのプロジェクトを採択したくないであろう。これは、ある年度におけるプロジェクトの年次業績測度が将来の業績価値を反映しないためである。結果として、たとえそのプロジェクトがプラスのNPVを有するとしても、EVAに基づいて報酬を受け、6年以下しか経営活動をしなない経営者は、そのプロジェクトを拒否することになる。

それでは次に、逆のケースを示してみよう。EVAは最初はプラスであるが、次第に減少し、結局NPVがマイナスになる場合である。これを数値例で示したのが、表9である。

このプロジェクトは301.41ドルのマイナスのNPVをもっているが、そのプロジェクトの初期に稼得される高い投下資本利益率のために、それはこれ

表9 NPVがマイナスの場合のEVAおよび役員報酬の計算

	0	1	2	3	4	5	6	7
NOPAT		1,950.00	1,521.00	1,186.38	925.38	721.79	563.00	439.14
減価償却費		2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71	2,285.71
建物及び設備	(16,000)							
運転資本	(2,000)							2,000.00
投下資本	(18,000)							
FCF	(18,000)	4,235.71	3,806.71	3,472.09	3,211.09	3,007.51	2,848.71	4,724.85
FCFの現在価値	(18,000)	3,850.65	3,146.04	2,608.63	2,193.22	1,867.43	1,608.02	2,424.60
NPV	(301.41)							
帳簿資本	18,000	15,714.29	13,428.57	11,142.86	8,857.14	6,571.43	4,285.71	2,000.00
資本費用		1,800.00	1,571.43	1,342.86	1,114.29	885.71	657.14	428.57
ROIC		10.83%	9.68%	8.83%	8.30%	8.15%	8.57%	10.25%
EVA		150.00	(50.43)	(156.48)	(188.91)	(163.92)	(94.14)	10.57
報酬(EVAの1%)		1.50	(0.50)	(1.56)	(1.89)	(1.64)	(0.94)	0.11
報酬の現在価値		1.36	(0.41)	(1.18)	(1.29)	(1.02)	(0.53)	0.06
報酬の累積PV		1.36	0.95	(0.23)	(1.52)	(2.54)	(3.07)	(3.01)

らの初期の年度にプラスの EVA をもたらす。結果として、EVA に基づいて報酬を受け、3 年以下しか経営活動を行わない経営者は、たとえそのプロジェクトがマイナスの NPV となるとしても、それを採択することになる。

このように、EVA が業績を測定するために用いられる場合、プロジェクト期間よりも短い期間の経営者は、反生産的に行動する財務的インセンティブを有しうる。特に、そのような経営者は、初期により業績が予想されるが、結局マイナスの NPV となるプロジェクトを受け入れ、長期的にはよい業績が見込まれるが、初期には多くのキャッシュをもたらさないプラスの NPV のプロジェクトを拒否するよう動機づけられることになる。

この問題の主な原因は、もちろん経営者の経営期間の長さである。キャッシュ・フローの各期間の分布もその問題の原因でありうる。表 8 および表 9 において、投下資本利益率が時の経過において増加および減少している。投下資本利益率が年度によって変動し、時には資本コストよりも上であり、時には下である時、プロジェクトの期間測度と正味現在価値との間に不一致が潜在的に生じうる。

株主価値が全将来期間における企業の業績に基づく場合、1 期間の業績尺度は不十分な価値創造指標である。EVA の 1 期間だけの測度は短期的な測度であり、プロジェクトの全期間を評価できないのである。

3 問題点の解決策

このように、EVA は 2 つの大きな問題点を有しているが、EVA 会計を改良していくためには、これらの問題点を解決しなければならない。まず第 2 の EVA の短期性から始めると、これに対する解決策は、業績評価指標を EVA の絶対額ではなく、改善額 (ΔEVA) とするということである。EVA が過去の意思決定の影響を受けるのに対して、 ΔEVA は今期の意思決定と今期の改善努力のみを反映している。これは、業績評価指標が備えるべき属性であり、これによって、表 8 の場合には EVA が改善しており、表 9 の場

合には EVA が悪化しているということが判明するのである。

さらに、この問題を解決するために、会計的にではなく経営的に提案され、使用されているのがボーナス・バンク・システムである。このシステムは長期にわたってボーナスを経営者等に支払うものであり、例えば、3年のボーナス・バンクでは、今年度に稼得されたボーナスは今年度に1/3支払われ、次年度に1/3、その次の年度に1/3支払われる。ボーナス・バンク・システムは経営者の経営期間をボーナス・バンク期間の長さに延長させ、これによって、経営者を長期的な視点に立たせることになる。

次は、EVA に伝統的な減価償却方法を適用する問題であり、その解決策として現在価値減価償却が提案されたが、その妥当性について検討する必要がある。そのための具体的な数値例として、いま表8および表9の伝統的な減価償却に代えて現在価値減価償却を適用して EVA を計算すると、表10および表11のようになる。

これによって明らかのように、営業キャッシュ・フローが年度ごとに変動する場合の EVA は、減価償却方法として現在価値減価償却を適用する場合、営業キャッシュ・フローが毎年一定の場合の EVA と同じであり、ゼロである。しかしながら、表10の NPV は132.80ドルであり、表11の NPV はマイナス301.41ドルであり、両者はゼロの EVA と一致しない。

これは、現在価値減価償却が企業の将来キャッシュ・フローに連動するた

表10 現在価値減価償却を用いた EVA の計算 (NPV がプラスの場合)

	0	1	2	3	4	5	6	7
資本の帳簿価額	18,132.80	16,520.36	14,746.68	12,795.64	10,469.50	7,910.74	5,096.10	2,000.00
営業CF		3,425.71	3,425.71	3,425.71	3,605.71	3,605.71	3,605.71	3,605.71
現在価値償却費		1,612.44	1,773.68	1,951.04	2,326.14	2,558.76	2,814.64	3,096.10
NOPAT		1,813.27	1,652.03	1,474.67	1,279.57	1,046.95	791.07	509.61
資本費用		(1,813.27)	(1,652.03)	(1,474.67)	(1,279.57)	(1,046.95)	(791.07)	(509.61)
ROIC		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EVA		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NPV	132.80							

表11 現在価値減価償却を用いた EVA の計算 (NPV がマイナスの場合)

	0	1	2	3	4	5	6	7
資本の帳簿価額	17,698.59	15,232.73	12,949.29	10,772.13	8,638.26	6,494.57	4,295.32	2,000.00
営業CF		4,235.71	3,806.71	3,472.09	3,211.09	3,007.51	2,848.71	2,724.85
現在価値償却費		2,465.86	2,283.44	2,177.16	2,133.87	2,143.69	2,199.25	2,295.32
NOPAT		1,769.85	1,523.27	1,294.93	1,077.22	863.82	649.46	429.53
資本費用		(1,769.85)	(1,523.27)	(1,294.93)	(1,077.22)	(863.82)	(649.46)	(429.53)
ROIC		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EVA		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NPV	(301.41)							

めであり、これを適用すると、EVA は必然的にゼロとなるのである。営業キャッシュ・フローが毎年一定の場合に現在価値減価償却を適用して計算した表7の場合、たまたま EVA の合計が NPV と一致したので、現在価値減価償却が経済事象を適切に表していると錯覚したのである。

そこで、営業キャッシュ・フローが年度ごとに変動する場合も含めて、適用すべき減価償却方法を改めて考えなければならないが、その場合に提唱される減価償却方法が、減債基金法（償却基金法）である。これは、年々同一額の純粋の減価償却費を計上するとともに、償却によって回収された資金を銀行預金、金銭信託などによる基金として外部に投資して利子を計上し、この利子を相殺する形で純償却費（基金への繰入額）に加算し、投資資金の元利合計を償却総額に達するようにさせる方法である。

減債基金法における純償却費（初年度償却費）は次の式によって求められる。

$$D = (C - S) \frac{r}{(1 + r)^n - 1} \quad (7)$$

ここで、 C は固定資産の取得原価（初期投資額）であり、 S は残存価額であり、 r は資本コストであり、 n は耐用年数である。

減債基金法の論拠は、固定資産の廃棄の際要する取替資金を、取替えの時の財務状況をかく乱しないように確保するための財務的な配慮にある。この

方法によれば、毎年度の償却費は同額であるが、利子分だけ純償却額に加算されるから、実際償却額は利子相当分だけ毎年逡増する。

いま、この減債基金法を適用して表 8 および表 9 を変更すると、表 12 および表 13 のようになる。

表12 減債基金法を用いた EVA の計算（NPV がプラスの場合）

	0	1	2	3	4	5	6	7
資本の帳簿価額	18,000	16,313.51	14,458.38	12,417.72	10,173.01	7,703.82	4,987.72	2,000.00
営業CF		3,425.71	3,425.71	3,425.71	3,605.71	3,605.71	3,605.71	3,605.71
減債基金償却費		1,686.49	1,855.14	2,040.65	2,244.72	2,469.19	2,716.11	2,987.72
NOPAT		1,739.22	1,570.57	1,385.06	1,360.99	1,136.52	889.60	617.99
資本費用		(1,800.00)	(1,631.35)	(1,445.84)	(1,241.77)	(1,017.30)	(770.38)	(498.77)
ROIC		9.66%	9.63%	9.58%	10.96%	11.17%	11.55%	12.39%
EVA		(60.78)	(60.78)	(60.78)	119.22	119.22	119.22	119.22
EVAの現在価値	132.80	(55.25)	(50.23)	(45.66)	81.43	74.03	67.30	61.18
NPV	132.80							

表13 減債基金法を用いた EVA の計算（NPV がマイナスの場合）

	0	1	2	3	4	5	6	7
資本の帳簿価額	18,000	16,313.51	14,458.38	12,417.72	10,173.01	7,703.82	4,987.72	2,000.00
営業CF		4,235.71	3,806.71	3,472.09	3,211.09	3,007.51	2,848.71	2,724.85
減債基金償却費		1,686.49	1,855.14	2,040.65	2,244.72	2,469.19	2,716.11	2,987.72
NOPAT		2,549.22	1,951.57	1,431.44	966.37	538.32	132.60	(262.87)
資本費用		(1,800.00)	(1,631.35)	(1,445.84)	(1,241.77)	(1,017.30)	(770.38)	(498.77)
ROIC		14.16%	11.96%	9.90%	7.78%	5.29%	1.72%	(5.27)%
EVA		749.22	320.22	(14.40)	(275.40)	(478.98)	(637.78)	(761.64)
EVAの現在価値	(301.41)	681.11	264.65	(10.82)	(188.10)	(297.40)	(360.01)	(390.84)
NPV	(301.41)							

これらの表に関してまず指摘すべきは、減債基金法の減価償却費と、表 7 において営業キャッシュ・フローが毎年一定の場合に現在価値減価償却を適用した場合の減価償却費が等しいということである。これは、減債基金法が実は営業キャッシュ・フローが一定の場合の現在価値減価償却であることを意味している。両者の相違するところは、減債基金法は過去の取得原価に基づいて減価償却を行うのに対して、現在価値減価償却は将来のキャッシュ・

フロー見積額に基づいて、減価償却を行う点である。確実性および実行可能性という観点からすれば、減債基金法の方がはるかに勝っており、本稿で扱っている現実の経済事象を対象とする EVA 会計にももちろん適用可能である。

減債基金法は営業キャッシュ・フローが一定の場合の現在価値減価償却であるので、これは現在価値減価償却の利点を引き継いでいる。それが最も現れているのが表12であり、そこでは、営業キャッシュ・フローが一定である場合、算定された EVA も同額となっている。これは、減債基金法を採用することによって、各年度の EVA が適正に算定され、経済事象を適切に表していることを意味する。したがって、EVA 会計の減価償却方法として、減債基金法を採用すべきであるということになる¹⁰⁾。

V む す び

以上、本稿では EVA を会計学的に考察することを目的として、まず EVA の利点を紹介し、EVA の概要を明らかにし、さらに EVA の会計的特質を解明してきた。そこでは、EVA の会計システムは成果取得原価会計であり、EVA の利益概念は成果実現利益概念であるが、その背後に将来成果指向的利益概念があり、さらに、EVA を会計主体論から見ると、それは企業体理論に属することを明らかにした。

そして最後に、EVA の構造的問題点とその解決策を提示した。そこでは、EVA の問題点は、EVA 会計では伝統的な減価償却方法が適用されうることと、それは短期的性格を有していると指摘した。そして、短期的性格に対する解決策は、業績評価指標を EVA の絶対額ではなく改善額ないし変動額とすべきことを提示し、減価償却方法に対する解決策は、EVA 会計において減債基金法を採用すべきことを論じた。

以上が本稿の論点であるが、ここで EVA の会計的特質を改めて振り返っておきたい。EVA は、会計学的な視点からすると、全く新しい会計システ

ムであり、全く新しい利益概念である。というのは、EVA 会計は評価基準として取得原価を採用し、測定単位として貨幣収益力単位を使用し、それらを組み合わせることによって成果取得原価会計を構成するが、これまでの会計学の歴史上、この会計システムを主張する理論ないし学説はなかったからである。

これは EVA 会計の利益概念である成果実現利益概念についても同じであり、これを主張する理論ないし学説はこれまでなかったと思われる。この利益概念の 1 つの特質は成果資本維持機能を果たすということであり、なるほどこれは従来資本維持論においても存在したが、それは、筆者の用語でいうと、評価基準としての現在価値と測定単位としての貨幣収益力単位との組み合わせによる成果現在価値会計において主張されてきたものであり、そのほかのところでは主張されてこなかった。しかも、その成果現在価値会計も従来主として経済学者が主張してきたものであり、これまで理論の域を出なかったのである。

その意味で、EVA 会計は全く新しい会計システムであり、しかもそれが理論の領域を乗り越えて、実務に浸透してきたことは驚くべきことである。そして、それはもちろん EVA が有している様々な実務的有益性ないし利点に起因していることは明らかである。EVA は今後実務において益々浸透していくであろうが、それを会計理論的に考察し、論理づけることが必要である。本稿はそのための第一歩であり、会計理論の発展のために、今後それをさらに精緻化していかなければならないと思われる。

[注]

1) スターン・ステュワート社でEVA協会の議長をしているアーバーも、EVAの利点を次のように述べている[Ehrbar, 1998, p. 6, 9頁]。

- (1) 株主の富の創造に直接的、理論的、実証的に結びつけられた企業業績になる。高いEVAを追求する経営は、理論上、高株価につながる。

- (2) 常に正しい答えを与えてくれる唯一の業績尺度である。それは、より多くのEVAが明らかに株主のためになり、ただ1つの真の継続的改善の方法論だからである。
 - (3) 各年の事業予算、資本予算、戦略立案から買収、事業分割まであらゆる決定の目安となる企業財務マネジメントの包括的な新しいシステムをもつフレームワークである。
 - (4) 最も洗練されていない従業員に対しても、ビジネスの何たるかを教えるシンプルだが最も効率的な方法である。
 - (5) 経営者の利益と株主の利益を初めて真に結びつけ、経営者をオーナーのように行動させるユニークなインセンティブ報酬の鍵となる変数である。
 - (6) 投資家に対して、企業が目標と達成度を伝えることができるフレームワークである。投資家は素晴らしい業績が見込まれる企業を見分けるのに役立てることができる。
 - (7) 最も重要なのは、経営者と従業員を可能な限り最善の業績を達成するために、協力的かつ熱心に働かせる、コーポレート・ガバナンスの内部システムだということである。
- 2) この式から、EVAが増加するのは次の場合であり、ステュワートによれば、企業はこれに基づいて経営されなければならないことになる[Stewart, 1991, p.137, 147-148頁]。
- (1) 現在の資本から稼得される投下資本利益率が改善する場合。すなわち、より多くの営業利益が事業への追加投資なしに生み出される場合
 - (2) 新規資本の資本コストを上回るプロジェクトに追加投資がなされる場合
 - (3) 不十分な収益率しか稼得できない水準以下の事業から資本が除却されるか、これ以上の投資が削減される場合
- 3) 投下資本を計算する場合、簿価で計算すべきかそれとも時価で計算すべきかという問題がある。これに関して、多くの論者は簿価での計算を主張している。例えば、津森教授は、投下資本は有利子負債と株主資本から成っており、このうち有利子負債において簿価を使用することについて異論はないであろうと述べた後で、株主資本に関して次のように述べている。「株主は時価で株式を購入するのであるから時価総額が使われるべきであるとの考え方がある。一方、総使用資本計算（投下資本計算―筆者）には資本金額ではなく各種の剰余金を含んでいる株主資本額を使用しているのであるから、簿価でよいのではないかとこの考え方もある。EVAでは後者の考え方に立っている。株主が自分で運用するのではなく企業に運用を任せた資金が株主資本額であると考え、実際に任された金額に対する運用の結果が最も重要であると考えからである。」[津森, 2001, 214頁] しかし、少数ではあるが時価を擁護している論者もいる。この問題はEVA会計において重要な問題であると思われるが、ここではこれ以上立ち入らないことにする。

- 4) これらの式は、「株式に投資する投資家は、比較的风险の少ない国債に投資する投資家よりも高いリスクをとり、その分だけ高い見返りを求めている」という考え方に基づいている。より高いリスクをとっていることに対する追加分の見返りは、統計的に集計された株式市場全体の平均収益率 (r_m) からリスクのない国債投資からの収益率 (r_f) との差によって求められる。この差が株式市場のリスク・プレミアム (r_p) であり、株式投資の追加的なリスクをとる場合に得られる追加的な収益率を示している。また β は、各々の株式市場における上場株式の平均的な価格変動と、個別企業の株式の価格変動を比較し、数値化したものである。そもそも、株式投資のリスクは価格変動リスクであるが、 β は株式市場全体の平均価格変動を基準とした場合、個別企業の株式の価格変動が平均価格変動をどれほど上回っているか、あるいは下回っているかを示す数値である[アーサー・アンダーセン, 1999, 33-34頁]。
- 5) この場合、加重平均資本コスト計算の加重ウェイトは簿価ベースによるべきか時価ベースによるべきかが問題となるが、時価ベースによるべきであるとされる。これに関して、井出・高橋氏は次のように述べている。「簿価ベースの資本構成と時価ベースの資本構成のどちらを用いるべきかということも問題になるが、理論的には、時価ベースの負債と株主資本の比率を加重ウェイトして用いるべきである。このように、企業の投資プロジェクトや企業価値の評価の場合には、今後の企業の目標資本構成という意味で時価ベースの加重ウェイトをとるのが望ましい。」[井出・高橋, 1998, 144頁]
- 6) このように、EVA 会計が成果資本維持機能を有していることは明らかであるが、この場合さらに、EVA 会計における成果資本維持は総資本に対する維持（総資本維持）か自己資本に対する維持（自己資本維持）かという問題がある。元来、資本維持という場合自己資本維持のことであるが、EVA 会計において資本維持機能を果たしている資本費用は資本コストに総資本である投下資本を乗じて計算されるからである。しかし、これは従来の資本維持（自己資本維持）と何ら矛盾するものではない。というのは、この資本費用は負債費用と株主資本費用とに分解することができ、NOPAT は税引後利子引前営業利益であるので、これからまず負債費用を控除して資本維持前の利益を確定し、次にそこから株主資本費用を成果資本維持のために控除すると考えると、従来の自己資本維持となるからである。したがって、EVA 会計は形式的には総資本維持であるが、実質的には自己資本維持であるのである。
- 7) このことを、アーサー・アンダーセンは次のように表現している。「この意味で、価値ベースの財務諸表（EVA 会計に修正した財務諸表一筆者）は、会計基準に則った経済事象の

認識方法を一極に置き、現金主義に則った経済事象の価値をもう一極に置くスペクトラム上に位置し、両者の認識方法のうち、ある経済事象の価値をよりの確に反映する認識方法を採用する、発生主義と現金主義のハイブリッドであるといえる。〕〔アーサーアンダーセン, 1999, 60頁〕

- 8) フリー・キャッシュ・フローとは、本来、企業が一定の営業期間に創出する現金のうち資本提供者（株主および債権者）に分配可能な現金額であり、次の式によって算定される〔アーサーアンダーセン, 1999, 44頁〕。

$$\begin{aligned} & \text{営業利益} + \text{固定資産の減価償却費} + \text{営業権などの無形固定資産の償却額} \\ & = \text{営業キャッシュ・フロー} \\ & \text{営業キャッシュ・フロー} - \text{営業キャッシュ・フローにかかる支払税額} - \text{設備投資額} \\ & + \text{資産売却による受取り現金額} + / - \text{純運転資本の増減額} \\ & = \text{フリー・キャッシュ・フロー} \end{aligned}$$

なお、本稿はこれまで EVA 会計の説明において過去の経済事象に基づいて説明してきたが、ここでは便宜上将来の推定額で説明することにする。これは実は本稿の EVA 会計ではなく、「将来 EVA 会計」とでもいうべきものであるが、これの本格的な検討は今後の課題としたいと考えている。

- 9) なお、表中における NPV は正味現在価値 (net present value) のことであり、次の式によって算定される。

$$\begin{aligned} NPV &= C_1/(1+r) + C_2/(1+r)^2 + C_3/(1+r)^3 + \dots + C_T/(1+r)^T - C_0 \\ &= \sum_{t=1}^T C_t/(1+r)^t - C_0 \end{aligned}$$

ここで、 C_t は t 期の税引後キャッシュ・フローであり、 r は資本コストであり、 C_0 は初期投資額である。

- 10) アーバーも減債基金法を主張する。彼はこれを次のように述べている。「長寿命の資産を抱えた企業は、定額法を減債基金法に入れ替えることによって、この歪みを消去することができる。減債基金法のスケジュールの下では、毎年の償却はモーゲージの元本返済と同じパターンをとる。初期には小額で始まって、最後の方は急速に増加するのである。減価償却額と、EVA の資本費用の合計は、モーゲージの返済と同じように、毎年一定になる。減債基金法による償却への切り替えは、資産の所有をリースのように見せる効果をもち、新規投資を妨げるあらゆるバイアスを消去する。それが経済の現実により近いように思われる。ほとんどの寿命が長い資産は最初の数年間は償却が非常に小さく、

陳腐化と物理的な劣化が打撃を与えたときに急速に価値が低下する。」[Ehrbar, 1998, p. 174, 217-218頁]

参 考 文 献

- アーサーアンダーセン『株主価値重視の企業戦略』東洋経済新報社, 1999年。
- Black, A., P. Wright and J. E. Bachman, *In Search of Shareholder Value*, Price Waterhouse, 1998(井出正介監訳『株主価値追求の経営』東洋経済新報社, 1998年)。
- Copeland T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd Edition, Mckinsey & Company, Inc., 2000(マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価』ダイヤモンド社, 2002年)。
- Ehrbar, A, *EVA: The Real Key to Creating Wealth*, John Wiley & Sons, Inc., 1998(河田剛訳『富を創造する EVA 経営—スターン・ステュワート企業再生コンセプト—』東洋経済新報社, 1999年)。
- Grant, J. L., *Foundations of Economic Value Added*, Frank J. Fabozzi Associates New Hope, 1997(兼広崇明訳『EVA の基礎』東洋経済新報社, 1998年)。
- 井出正介・高橋文郎『株主価値創造革命』東洋経済新報社, 1998年。
- 神戸大学会計学研究室編『第五版 会計学辞典』同文館, 1997年。
- Martin, J. D. and J. W. Petty, *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press, 2000.
- Rappaport, A., *Creating Shareholder Value, A Guide for Managers and Investors*, Revised and Updated, The Free Press, 1998.
- 櫻井通晴編著『EVA, ABC, BSC』中央経済社, 2002年。
- 佐藤紘光・飯泉清・齋藤正章『EVA 経営』中央経済社, 2002年。
- Stern, J. M. and J. S. Shiely with I. Ross, *The EVA Challenge, Implementing Value-Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons. Inc., 2001(伊藤邦雄訳『EVA 価値創造への企業変革』日本経済新聞社, 2002年)。
- Stewart, G. B. III, *The Quest for Value*, Harper Collins Publishers, 1991(日興リサーチセンター訳『EVA 創造の経営』東洋経済新報社, 1998年)。
- 津森信也『EVA 価値創造経営』中央経済社, 2001年。
- Young, S. D. and S. F. O'Byrne, *EVA and Value-Based Management, A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, 2001.